



Linea „In Germany“

LETTERA AGLI INVESTITORI

secondo trimestre 2025

1. Sviluppo del mercato azionario tedesco

La tendenza al rialzo dei mercati azionari tedeschi è stata interrotta in aprile dall'annuncio di dazi elevati da parte del Presidente degli Stati Uniti Trump. Di conseguenza, il DAX ha perso tutti i guadagni del primo trimestre ed è sceso di quasi 4.000 punti, a 19.700. Tuttavia, non sono state solo le società orientate all'esportazione a risentire del calo dei prezzi delle azioni, poiché un sistema tariffario rigido avrebbe avuto un impatto negativo sull'economia nel suo complesso. Tuttavia, quando Trump ha parzialmente ritirato le tariffe annunciate su pressione dei leader economici americani o ha annunciato negoziati con i Paesi colpiti, i mercati azionari si sono ripresi rapidamente e il DAX è salito a nuovi massimi di circa 24.300 punti all'inizio di giugno. L'intensificarsi del conflitto tra Israele e Iran ha depresso i mercati azionari solo nel breve periodo. Alla fine della prima metà dell'anno, il DAX ha chiuso a 23.910 punti. Ciò significa che il DAX ha guadagnato un ulteriore 8 % nel secondo trimestre. Dall'inizio dell'anno, l'aumento è ora del 20,1 %.

Nonostante i mercati azionari rimangano complessivamente positivi, i cambiamenti a volte irregolari nella politica doganale degli Stati Uniti causano incertezza. Ciò rende la pianificazione particolarmente impegnativa per le aziende orientate all'esportazione. Quest'anno, inoltre, i consumatori americani stanno mostrando una maggiore moderazione, il che significa che, in ultima analisi, la politica tariffaria di Trump ha più perdenti che vincitori. Le aziende cercheranno di trasferire le tariffe sotto forma di aumenti dei prezzi. Questo porterà a un'inflazione negli Stati Uniti e a una diminuzione del potere d'acquisto dei consumatori americani. In definitiva, Donald Trump danneggerà i propri cittadini e l'economia locale. Riteniamo quindi probabile che Donald Trump utilizzi i duri annunci come merce di scambio per concludere accordi commerciali, perché alla fine anche lui dipende da un'economia sana e da cittadini soddisfatti.

Riteniamo particolarmente promettenti i cambiamenti politici avvenuti in Germania. Gli annunci del nuovo governo tedesco sono ora seguiti dall'azione. Ad esempio, a giugno è stato adottato un programma di investimenti immediati. Le aziende possono ora ammortizzare il 30 % degli investimenti nel primo anno. È prevista anche una riduzione dell'imposta sulle società a partire dal 2028 e incentivi per gli investimenti nella mobilità elettrica. Il governo ha inoltre presentato il progetto di bilancio federale per il 2025 e per i prossimi anni. Le prime spese del fondo speciale da 500 miliardi di euro saranno disponibili già quest'anno. Sono previsti maggiori investimenti nel settore ferroviario, nell'edilizia e nella digitalizzazione. Nel complesso, l'attuazione sta procedendo un po' più velocemente del previsto. Questo potrebbe portare ad una leggera ripresa dell'economia tedesca già quest'anno. Ne beneficerebbero soprattutto le piccole e medie aziende tedesche, che spesso hanno una quota maggiore di vendite locali rispetto alle grandi aziende. Molte di queste aziende hanno dovuto affrontare condizioni difficili in Germania negli ultimi anni. Spesso hanno ridotto i costi, e di conseguenza per cui un leggero vento di coda dell'economia può portare rapidamente a una crescita degli utili e a un aumento dei prezzi delle azioni.

Nel complesso, nonostante i rischi, rimaniamo ottimisti per il resto dell'anno. Nonostante il recente aumento dei prezzi azionari, le valutazioni delle nostre società in portafoglio rimangono prevalentemente moderate. Ma ci sono anche alcuni titoli che hanno quasi raggiunto il loro valore intrinseco. Qui possiamo realizzare dei bei profitti nelle prossime settimane o mesi per assicurarci la buona performance della Linea "In Germany".

2. La Linea „In Germany“

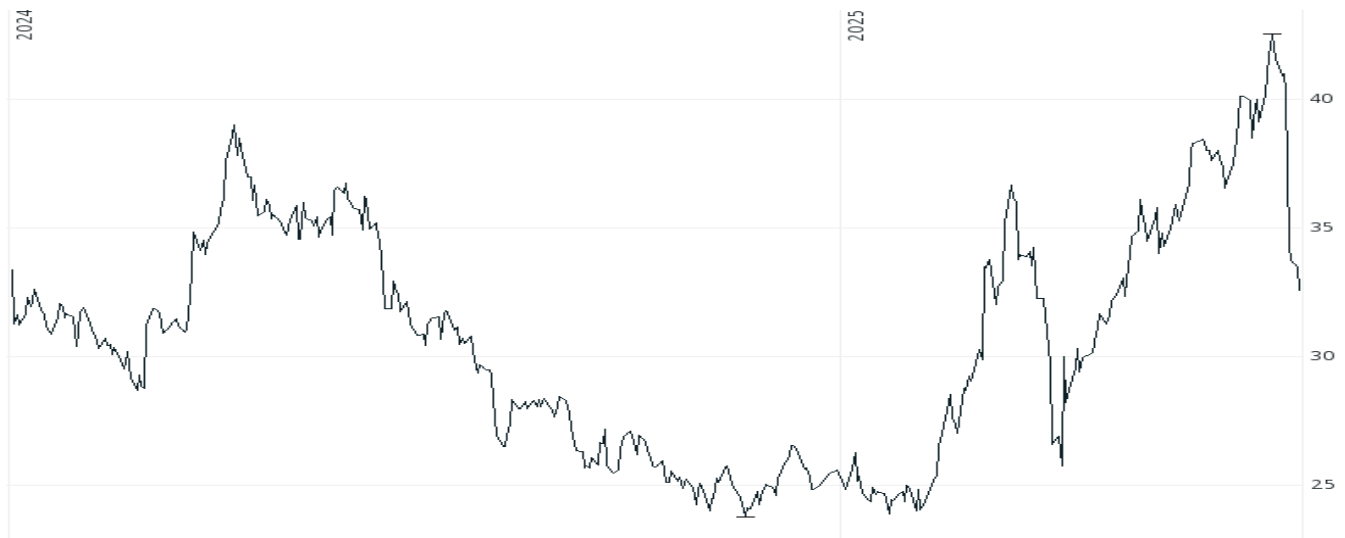
Nel primo semestre 2025 la performance della Linea „In Germany“ è del 24,1 %. Questo risultato è migliore rispetto al DAX con il 20,1 %. Come abbiamo già scritto nella lettera del primo trimestre, teniamo le small cap tedesche molto più interessante delle blue chip. Pertanto il portafoglio della Linea "In Germany" contiene prevalentemente aziende small- e mid cap. Nel primo semestre anche il mercato azionario ha riconosciuto le promettente prospettive delle small cap, cosa che ha aiutato la nostra performance.

I titoli più performanti nel primo trimestre 2025 sono stati Vossloh (+29 %), Jungheinrich (+25 %) e Kion (+23 %). Vossloh, l'azienda che abbiamo presentato nella precedente lettera, era già tra le top performer del primo trimestre con un aumento del prezzo di 52 % ed è il top performer del secondo trimestre con +29 %. Ciò significa che il prezzo è quasi raddoppiato dal inizio anno. Come abbiamo spiegato l'ultima volta, Vossloh è il beneficiario del programma di investimenti per migliorare l'infrastruttura ferroviaria in Germania. E i primi ordini stanno già arrivando. Così Vossloh ha pubblicato un rapporto tra libro e fattura di 1,35! Significa, gli ordini sono molto più alti del fatturato, che promette una buona crescita nei prossimi trimestri. In forte aumento è anche l'azione dei due produttori di carrelli elevatori, Jungheinrich e Kion, nella speranza di una ripresa dell'economia. La nostra breve visita a Jungheinrich, la descriviamo nella pagina successiva.

Nell'ultimo trimestre sfortunatamente c'erano anche titoli in portafoglio con un andamento negativo come Evonik (-12 %), Traton (-11 %) e Mercedes (-10 %). Purtroppo, l'industria chimica tedesca si è resa conto che la ripresa economica sta richiedendo più tempo del previsto. Anche Evonik ne risente. Tuttavia, poiché Evonik opera principalmente nel settore dei prodotti chimici speciali, i risultati sono più stabili rispetto alla chimica di base. Anche se quest'anno non ci si può aspettare un grande aumento dei profitti, i risultati rimarranno abbastanza stabili da permettere di distribuire nuovamente un buon dividendo con un rendimento del 6,5 %. Le azioni Traton, a nostro parere, hanno preso solo fiato dopo essere più che raddoppiato da quando le abbiamo acquistate. Mercedes invece ha un problema con i consumatori cinesi, che attualmente esitano ad acquistare macchine straniere costose. Ma la valutazione dell'azione Mercedes è così bassa con un P/E sotto 7 e un rendimento del dividendo sopra il 6 % e quindi siamo convinti che il prezzo delle azioni migliorerà ancora.

Nel secondo trimestre 2025 non abbiamo effettuato acquisti né vendite. Riteniamo che il nostro portafoglio sia ben composto per i prossimi trimestri. Molte delle nostre aziende, come Vossloh, Kion, Wacker Neuson, Deutz, SAF-Holland e Draegerwerk operano in settori che beneficeranno direttamente degli investimenti statali in Germania. Queste società non sono ancora valutate in modo eccessivo e quindi hanno buone prospettive di aumento dei prezzi delle azioni. E se i titoli raggiungeranno il loro valore intrinseco, venderemo consistentemente. D'altra parte, con un rapporto di liquidità del 18,5 % a fine giugno, salito addirittura al 24 % dopo la vendita di Jungheinrich a luglio, abbiamo la liquidità necessaria per investire in nuovi titoli promettenti quando si presenteranno le opportunità.

3. Jungheinrich: La fortuna aiuta i coraggiosi!



“Das Glück ist mit den Tüchtigen”, si dice in lingua tedesca. In italiano significa qualcosa come “La fortuna aiuta i coraggiosi”. In questo caso forse non era soprattutto coraggio, ma diligenza. Jungheinrich, il produttore di carrelli elevatori è una azienda molto solida, controllata dai discendenti del fondatore Friedrich Jungheinrich. Nonostante i cicli economici in continua evoluzione, lo sviluppo dell'azienda è relativamente stabile. Negli ultimi 10 anni il fatturato è raddoppiato, passando da 2,5 miliardi a 5 miliardi di euro, così come l'utile, che l'anno scorso ha raggiunto i 290 milioni di euro. Ma il prezzo delle azioni Jungheinrich non era stabile nel passato, era invece molto volatile. Una situazione molto gradevole per un investitore di valore: Si deve “solo” fare i compiti della valutazione diligente e accettare le offerte di “Mr. Market” (così descrive Warren Buffett il mercato azionario). In febbraio abbiamo calcolato il valore intrinseco di Jungheinrich a 42 euro, ma Mr. Market ha offerto le azioni a 25 euro. Per noi una buona offerta che abbiamo accettato perchè la margine di sicurezza era molto più alto del 30 %. In luglio invece, Mr. Market ha cambiato idea: Ha offerto 42 euro per azione. Un buon affare per noi e quindi abbiamo venduto con un guadagno del 68 % in solo 5 mesi. Pochi giorni dopo, e questa è stata davvero fortuna, Jungheinrich ha abbassato le sue previsioni per l'anno 2025. Il prezzo delle azioni è quindi crollato. Tuttavia, crediamo nella forza economica dell'azienda e se il prezzo delle azioni tornerà a 25, discuteremo di nuovo seriamente con il “Signor Mercato”.

Grazie mille per la vostra fiducia.

Georg Geiger, Value-Holdings AG

Risikohinweis: Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind keine Garantie für künftige Erträge. Der Wert der Fondsanteile kann schwanken und wird nicht garantiert. Aufgrund ihrer Anlagepolitik können die Fonds von der generellen Entwicklung der Aktienmärkte abweichen, in denen die Fonds investiert sind. Rechtlich verbindliche Informationen entnehmen Sie bitte ausschließlich den Prospekten mit integriertem Anlagereglement sowie den aktuellen Geschäfts- beziehungsweise Halbjahresberichten der Fonds, welche bei der Fondsleitung und der Depotbank kostenlos erhältlich sind. Dieser Quartalsbericht dient daher nur zu Informationszwecken und stellt keine Anlageberatung, sonstige Empfehlung und explizit kein Angebot zum Kauf von Fondsanteilen, Wertpapieren oder sonstigen Finanzprodukten dar. Der Quartalsbericht begründet daher weder einen Vertrag noch irgendeine anderweitige Verpflichtung oder stellt ein irgendwie geartetes Vertragsangebot dar. Die aufgeführten Informationen beziehen sich ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung des Quartalsberichts, eine Garantie für die Aktualität und fortgeltende Richtigkeit kann nicht übernommen werden. Der Inhalt gibt ausschließlich die Meinungen des Verfassers wieder. Eine Änderung dieser Meinung ist jederzeit möglich, ohne dass es publiziert wird. Für den Inhalt, die Richtigkeit und die Aktualität der enthaltenen Informationen übernehmen wir keine Gewähr und haften nicht für Schäden, die durch die Verwendung des Quartalsberichts oder Teilen hiervon entstehen